

固定收益研究/动态点评

2019年08月31日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 不能忽略的趋势, 不应夸大冲击》2019.08

2《固定收益研究: 做好事也要注意方式》2019.08

3《固定收益研究: “负利率” 德债来了, 有何影响? 》2019.08

PMI 整体偏弱, 少数“亮点”难持续

——2019年8月官方PMI数据点评

PMI 数据概要: 供需双弱, 量价齐跌

8月官方制造业 PMI 49.5%, 回落 0.2 个百分点, 第 4 个月运行在荣枯线以下。分项指数几乎全面趋弱, 仅出口订单因对美抢跑、汇率贬值略有修复。呈“供需双弱, 量价齐跌”基本面特征。7月政治局会议重提“六稳”后, 中美贸易摩擦在 8 月又出现升级态势, 国内经济内生复苏的动力再次受到外部环境挑战, “六稳”压力增大, 如何落地备受关注。本轮下行压力面前, 结构性原因为主的判断决定宏观政策侧重供给侧方式激发经济内生活力, 摒弃过往大水漫灌、放松地产老路, 对高质量发展存较高诉求。也因此, 本轮经济复苏的过程可能较为漫长, 短期经济超预期回暖较难出现。

供需双弱, 企业生产备货意愿低迷

8月生产指数 51.9%, 回落 0.2 个百分点; 新订单指数 49.7%, 回落 0.1 个百分点。需求不振制约企业生产意愿。库存方面, 8 月原材料库存指数 47.5%, 回落 0.5 个百分点, 企业预期较差、备货意愿较弱; 产成品库存指数 47.8%, 回升 0.8 个百分点, 需求弱于生产导致产成品被动累库现象。新订单与产成品库存差指数回落, 短期内 PPI 继续下探, 本轮制造业主动去库存周期或继续演进, 盈利、生产、投资的全面修复仍需耐心。

出口订单“亮点”难持续, 进口回落显示内需乏力

8月新出口订单指数 47.2%, 回升 0.3 个百分点; 进口指数 46.7%, 回落 0.7 个百分点。出口订单小幅修复主因贸易关税升级落地前, 对美再一波抢跑, 人民币汇率贬值也对出口订单存在刺激, 而对进口存在一定抑制。8月初特朗普提出对华剩余 3000 亿美元商品加征 10% 关税, 且在中方提出反制关税后, 再对所有 5500 亿美元商品加税率提高 5 个百分点。人民币汇率在贸易环境恶化下贬值破 7, 8 月累计贬值幅度约 2.7%。而进口指数与国内生产、新订单指数同步回落均指向内需乏力。

供需回落拖累价格表现, 价格剪刀差或边际改善制造业盈利

8月原材料购进价格指数 48.6%, 回落 2.1 个百分点, 印证企业生产备货活动趋冷; 出厂价格指数 46.7%, 回落 0.2 个百分点, 反映终端需求乏力。因贸易摩擦升温冲击全球增长预期, 国际油价小幅下移。钢铁、化纤、纺织等制造业价格指数降幅较大。但本月出厂价格与原材料购进价格剪刀差扩大, 有助于边际改善制造业盈利。根据 PMI 价格指数与 PPI 环比拟合关系, 预计 8 月 PPI 环比回落, 同比在翘尾因素下继续走低。

去库存抑制用工意愿, 稳就业压力依然严峻

8月制造业从业人员指数 46.9%, 回落 0.2 个百分点, 制造业主动去库存周期, 用工意愿不足; 非制造业从业人员指数 48.9%, 回升 0.2 个百分点, 主要受建筑业提振。制造业从业人员指数在历史底部仍有下滑, 稳就业压力依然严峻。而地产端政策大幅收紧、贸易摩擦升级, 外向型制造业、地产建筑业的后续失业问题可能加剧。我们认为, 8 月失业率上行的尾部风险可能继续兑现, “稳就业”压力意味着宏观逆周期调控加码的必要性。

建筑业活动或受基建提振, 地产后周期消费或边际修复

8月建筑业 PMI 大幅回升 3 个百分点至 61.2%, 重返高景气区间。其中, 土木工程建筑业和建筑安装装饰业指数大幅走高。由于地产在政策强收紧的过程中, 不具备上行动力, 意味基建投资表现可能改善。而安装装饰业活动走高或意味地产竣工交房增多, 利好地产后周期消费支出。6、7 月份新增专项债发行节奏加快, 但基建未改疲态也令各方对财政逆周期呼声较高, 随着配套资金跟进, 基建投资有望上行。政治局会议也已明确部署投资方向, 但财政紧平衡的困局下, 下半年逆周期调节仍需要考虑如何破局。

风险提示: 失业率挑战政策底线、房地产投资过快下行。

2019 年 8 月官方 PMI 数据点评

8 月官方制造业 PMI 49.5%，回落 0.2 个百分点，且已第 4 个月运行在荣枯线以下。本月 PMI 指数几乎全面趋冷，仅出口订单因对美抢跑、汇率贬值有所修复。呈现“供需双弱，量价齐跌”的基本面特征。7 月底政治局会议重提“六稳”后，中美贸易摩擦在 8 月又出现升级态势，国内经济内生复苏的动力再次受到外部环境挑战，“六稳”压力增大，如何落地备受关注。

当前政策思路看，为防范系统性风险进一步积累、引导金融资源向实体倾斜，强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。“落实落细减税降费”以激发微观主体活力，稳定制造业投资、扩大消费。也佐以基建逆周期调节托底，同时激发消费潜力，引导 5G 等新基建和高端制造业投资。本轮下行压力面前，结构性原因为主的判断决定了宏观政策侧重于供给侧方式激发经济内生活力、补短板、促升级，摒弃了过往大水漫灌、放松地产的老路，对高质量发展存在较高诉求。也因此，本轮经济复苏的过程可能较为漫长，短期经济超预期回暖较难出现。

供需双弱，企业生产备货意愿低迷

供需方面，8 月生产指数 51.9%，回落 0.2 个百分点；新订单指数 49.7%，回落 0.1 个百分点。出口仍面临关税升级与全球增长低迷拖累、消费因失业风险加大而有所受抑、地产在政策收紧环境中难改下行趋势、基建与制造业投资增长依然乏力。需求不振制约了企业生产备货意愿。

库存方面，8 月原材料库存指数 47.5%，回落 0.5 个百分点，主因企业预期较差、备货意愿较弱；产成品库存指数 47.8%，回升 0.8 个百分点，虽然生产走低，但需求更弱导致产成品被动累库现象。新订单与产成品库存差指数再度回落，短期内 PPI 继续下探，本轮制造业主动去库存周期或继续演进，盈利、生产、投资的全面修复仍需耐心。

出口订单“亮点”难持续，进口回落显示内需乏力

8 月新出口订单指数 47.2%，回升 0.3 个百分点；进口指数 46.7%，回落 0.7 个百分点。出口订单小幅修复主因贸易关税升级落地前，对美再一波抢跑，人民币汇率贬值也对出口订单存在刺激，而对进口存在一定抑制。

8 月初贸易摩擦再度升级，特朗普提出对华剩余 3000 亿美元商品加征 10% 关税，且在中方提出反制关税后，再次对所有 5500 亿美元商品加税率提高 5 个百分点，分别于 9 月 1 日、10 月 1 日、12 月 15 日落地加征。人民币汇率在贸易环境恶化下贬值破 7，8 月累计贬值幅度约 2.7%。而进口指数与国内生产、新订单指数同步回落也均指向内需乏力。

供需回落拖累价格表现，价格剪刀差或边际改善制造业盈利

8 月原材料购进价格指数 48.6%，回落 2.1 个百分点，印证企业生产备货活动趋冷；出厂价格指数 46.7%，回落 0.2 个百分点，反映终端需求乏力。

8 月因贸易摩擦升温冲击全球增长预期，国际油价小幅下移。此外，钢铁、化纤、纺织等制造业相关价格指数降幅较大。前期钢材严重累库推动钢铁价格走低。化纤纺织业一方面因成本走低，另一方面或受下游服装类需求走弱拖累。

但本月出厂价格与原材料购进价格剪刀差扩大，有助于边际改善制造业盈利。根据 PMI 价格指数与 PPI 环比拟合关系，预计 8 月 PPI 环比回落，同比在翘尾因素下继续走低。

去库存抑制用工意愿，稳就业压力依然严峻

8 月制造业从业人员指数 46.9%，回落 0.2 个百分点，制造业主动去库存周期，用工意愿不足；非制造业从业人员指数 48.9%，回升 0.2 个百分点，主因建筑业从业人员指数回升 0.6 个百分点提振，或受益于基建端发力。

7 月城镇调查失业率已走高至 5.3%，开始挑战政策底线，8 月制造业从业人员指数在历史底部仍有下滑，体现稳就业压力依然严峻。而 7、8 月份地产端政策大幅收紧、8 月份贸易摩擦升级，外向型制造业、地产建筑业的后续失业问题可能加剧。

8 月 19 日，总理主持召开稳就业工作座谈会，提出当前“六稳”工作首先是稳就业，要实施好就业优先政策，着力稳经济、拓岗位、兜底线，保持经济运行在合理区间。我们认为，8 月份失业率上行的尾部风险可能继续兑现，“稳就业”压力意味着宏观逆周期调控加码的必要性。

建筑业活动或受基建提振，地产后周期消费或边际修复

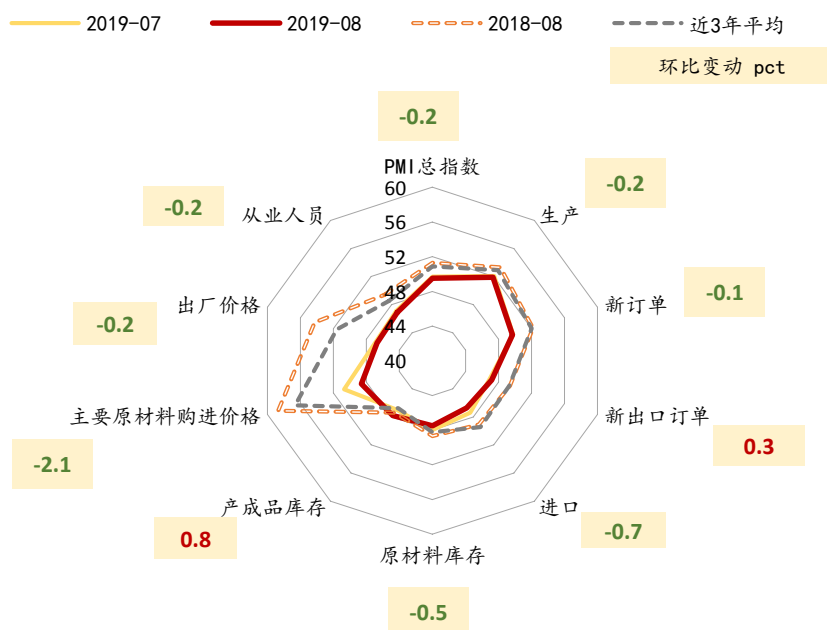
8 月建筑业 PMI 大幅回升 3 个百分点至 61.2%，重返高景气区间。其中，土木工程建筑业和建筑安装装饰业指数分别走高 8.8 和 9.0 个百分点。本月高炉开工率上行而钢材库存有所回落，由于地产投资在政策强收紧的过程中，不具备上行动力，意味基建投资表现可能改善。而安装装饰业活动走高或意味地产竣工交房增多，利好地产后周期消费支出。

6、7 月份新增专项债发行节奏加快，但基建未改疲态也令各方对财政逆周期呼声较高，8 月随着配套资金跟进，有望助力基建投资上行。7 月底政治局会议也已明确部署投资方向，重点将在城镇旧改、停车场、城乡物流设施等传统基建与信息网络等新基建领域。但财政紧平衡的困局下，下半年逆周期调节仍需要考虑如何破局。（详见 9 月 27 日报告《财政困局与破局》）

8 月 PMI 数据全览

“供需双弱，量价齐跌”

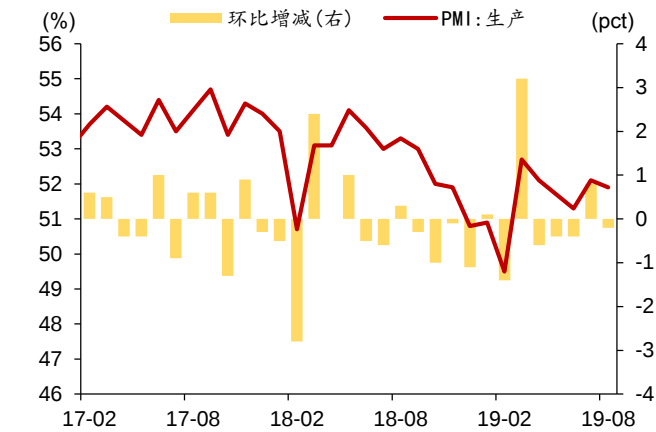
图表1： PMI 环比变动概览



资料来源：Wind，华泰证券研究所

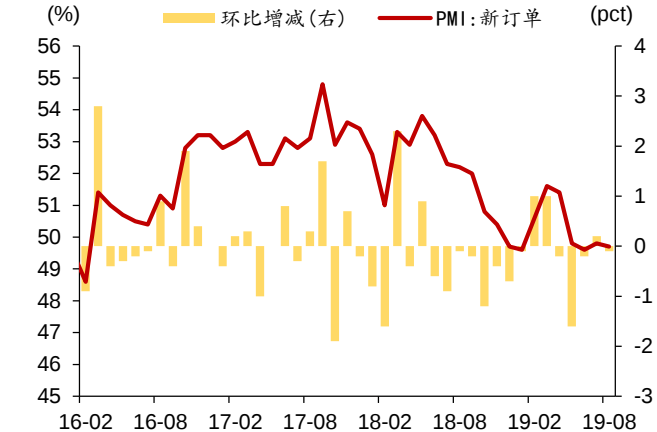
供需双弱，企业生产备货意愿低迷

图表2：PMI 生产指数回落



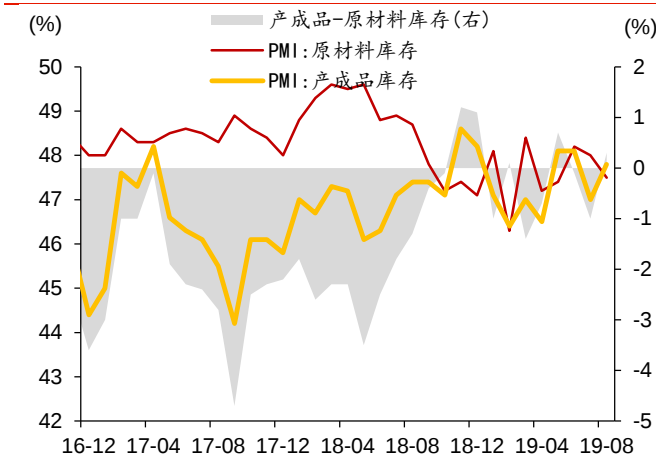
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：PMI 新订单指数回落



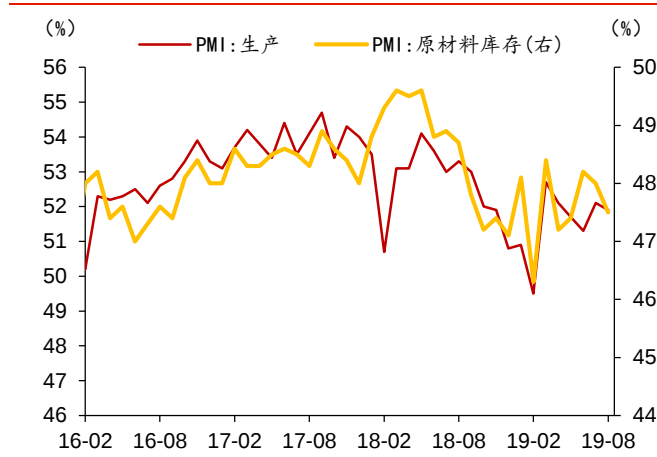
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：PMI 原材料库存回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

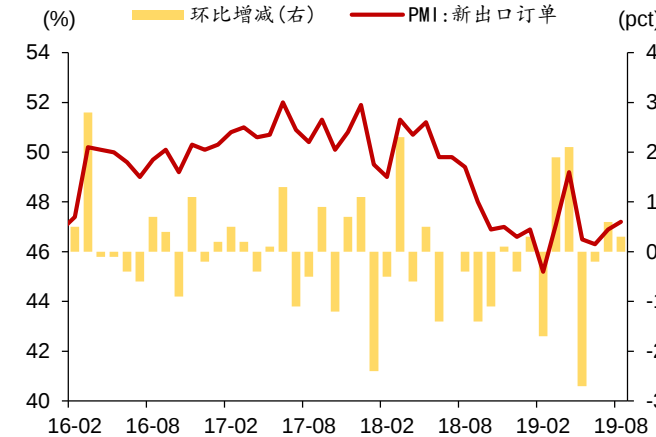
图表5：PMI 原材料库存略领先生产指数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

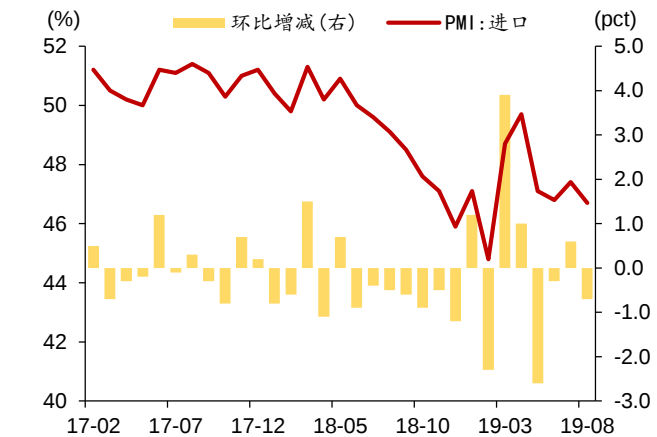
出口订单“亮点”难持续，进口回落显示内需乏力

图表6：PMI 新出口订单指数回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

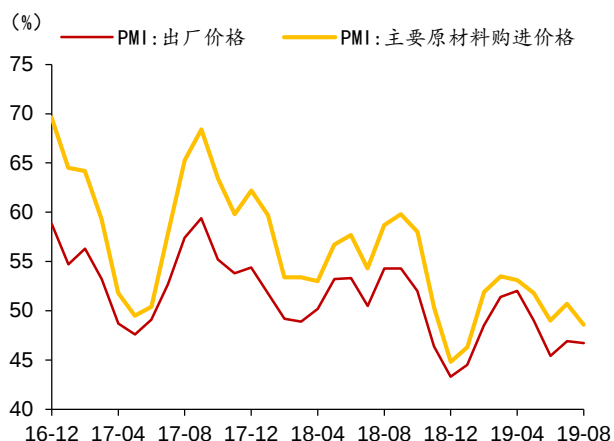
图表7：PMI 进口指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

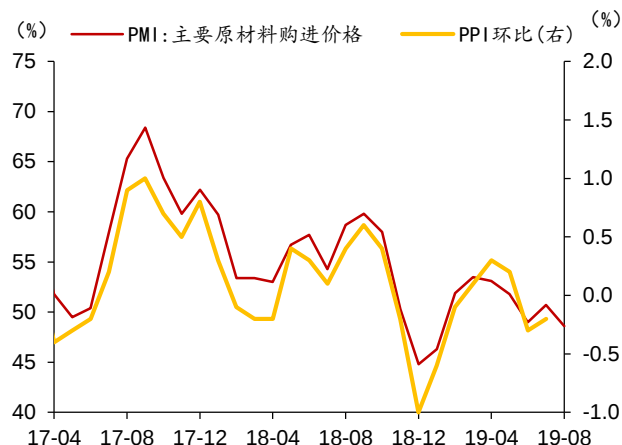
供需回落拖累价格表现，价格剪刀差或边际改善制造业盈利

图表8： PMI 出厂价格与主要原材料购进价格指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

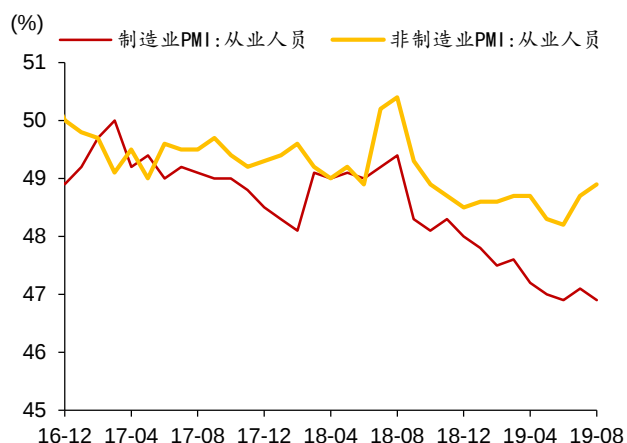
图表9： PMI 原材料价格与 PPI 环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

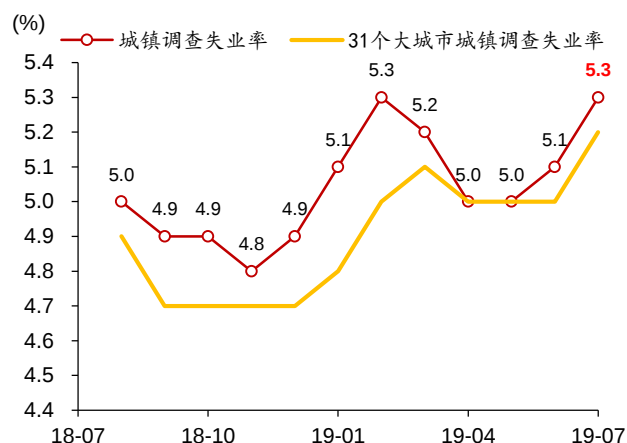
去库存抑制用工意愿，稳就业压力依然严峻

图表10： PMI 制造业从业人员指数回落、非制造业回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 关注就业指标



资料来源：Wind，华泰证券研究所

建筑业活动或受基建提振，地产后周期消费或边际修复

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10416

